

关注调查失业率回落后货币政策变化 ——3 月及一季度经济数据详解

核心观点

3 月调查失业率为 5.3%，较前值回落 0.2 个百分点，就业压力显著减缓。2 月失业率阶段性上行至 5.5%，触及政府目标阈值，导致货币政策进入观察期。而 3 月失业率明显回落意味着中央银行仍将坚持把稳定宏观杠杆率作为首要目标，即保持稳健中性的政策基调，主要体现为信用收缩，信贷、社融、M2 增速将经历压降的过程；而货币端主要关注 PPI 向 CPI 通畅传导的变量（如油价）以及债市杠杆率。

□ 一季度 GDP 实际增速+18.3%略低于预期，我们维持未来三个季度预测值不变，下调全年预测值至 8.7%

一季度 GDP 实际增速录得 18.3%略低于预期，与 2019 年一季度相比的两年复合增速为 5%。18.3%的增速受到上年较低基数、员工就地过年工作日有所增加等不可比因素影响，我们认为体现出我国经济总体运行平稳。对于 2021 年全年，我们认为 GDP 的节奏较结构更重要，维持此前对二至四季度 8.1%、6%、4.8% GDP 增速的判断，全年由此前预测值 8.9%下调至 8.7%。

□ 季节影响趋弱，就业压力减缓

3 月全国调查失业率为 5.3%，较 2 月回落 0.2 个百分点，与我们的判断一致，就业压力有所减缓。一方面，节后企业开工率迅速上升，摩擦性失业问题显著改善；另一方面，线下消费场景进一步放开，电影院、饭店、百货商店营业收入均大幅改善，与之对应的服务业用工需求也在改善。往前看，二季度进入传统的生产旺季，且服务业处于向上修复通道，就业情况有望持续向好。

□ 工业景气高涨，需求、价格强支撑

一季度，全国规模以上工业增加值比 2019 年同期增长 14.0%，两年平均增长 6.8%，工业保持高景气。3 月份工业增加值同比增长 14.1%，低于市场及我们预期。一季度同比高增主因在于去年同期的低基数影响、员工就地过年工作日有所增加以及当前经济本身的微过热特征，生产保持强劲，工业品价格向好、内外需求强劲。我们认为，4 月工业生产有望保持良好态势，但由于基数影响渐弱，以及部分支撑因素的利好强度可能边际放缓，读数将进一步回落。

□ 消费持续改善，分化特征延续

3 月社会消费品零售总额名义同比+34.2%，两年复合同比增速 6.3%，较前值 3.2%显著回升，消费再回快速修复通道。一方面，经济步入合理增长区间，居民消费信心和消费意愿拾级而上，收入的持续增长正逐渐体现到消费增长上来。另一方面，消费品和服务的供应正在逐渐丰富，百货店、专卖店等受疫情冲击较大的零售业态均出现高速增长，餐饮收入也已经回升到 2019 年同期水平之上。

□ 投资继续修复，地产、基建相对较强，制造业不必悲观

1-3 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 25.6%，较前值回落 9.4 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 25.6%，较前值回落 12.7 个百分点；基础设施投资同比增长 29.7%，较前值回落 6.9 个百分点；制造业投资同比增长 29.8%，较前值回落 7.5 个百分点，均呈现稳步回落的状态。从与 2019 年相比的两年复合增速看，地产、基建、制造业投资两年平均增长 7.6%、2.3%和-2.0%，仍是地产最为强劲，制造业投资偏弱。但从 3 月当月同比增速看，制造业和基建投资分别为 25%和 25.3%，均高于地产投资的 15%，3 月制造业投资的环比增速高于历史同期，我们认为后续制造业投资增速走势仍将普遍强于以往季节性，对制造业投资数据不必悲观。

风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

1《3 月数据预测：信用收缩逐渐开启》
2020.04.01

2《1-2 月经济数据：就业压力不改政策收紧》2021.03.15

3《2 月数据预测：开年数据预计验证再通胀》2021.02.28

4《1 月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.01.31

5《12 月经济数据：经济超预期复苏兑现》2021.01.18

6《12 月数据预测：经济持续强劲复苏》2020.01.02

正文目录

1. 一季度 GDP 实际增速+18.3%略低于预期，我们维持未来三个季度预测值不变，下调全年预测值至 8.7%	3
2. 季节影响趋弱，就业压力减缓	4
3. 工业景气高涨，需求、价格强支撑	4
4. 消费显著修复，分化特征延续	6
5. 投资继续修复，地产、基建相对较强，制造业不必悲观	7
5.1. 制造业投资增速 3 月有强于季节性的表现	8
5.2. 基建：重大项目助力投资改善	9
5.3. 地产：销售表现积极，投资平稳增长	11

图表目录

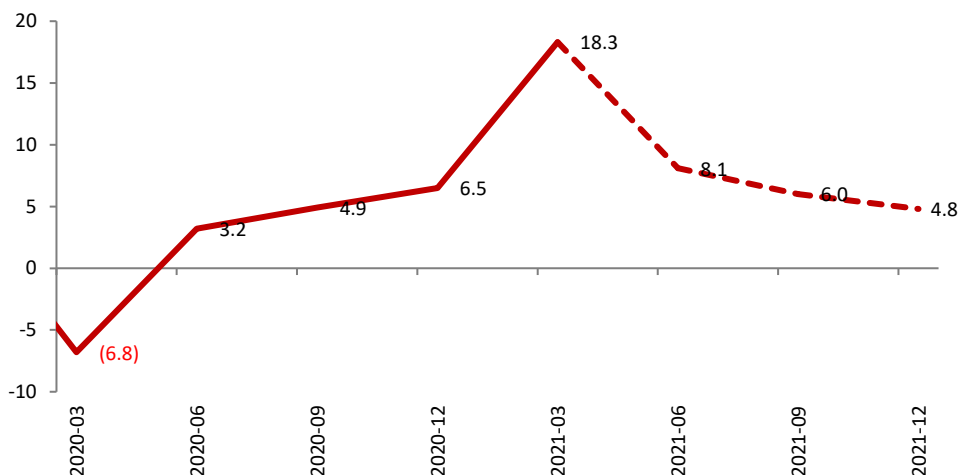
图 1：2021 年二、三、四季度 GDP 增速预测值（单位：%）	3
图 2：城镇调查失业率下降 0.2 个百分点至 5.3%，就业压力有所减缓	4
图 3：工业增加值主要门类：3 月同比	5
图 4：主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 5：社零全面修复，建筑装潢、石油制品、汽车等分项表现较好	6
图 6：4 月票房数据开始回升	7
图 7：清明期间旅游人数显著增多	7
图 8：固定资产投资分项走势	8
图 9：制造业部分行业投资增速	9
图 10：3 月建材、水泥、玻璃指数回升	10
图 11：3 月水泥和玻璃价格回升	10
图 12：基建投资分行业表现	10

1. 一季度 GDP 实际增速+18.3%略低于预期，我们维持未来三个季度预测值不变，下调全年预测值至 8.7%

一季度 GDP 实际增速录得 18.3%略低于预期，与 2019 年一季度相比的两年复合增速为 5%。18.3%的增速受到上年较低基数、员工就地过年工作日有所增加等不可比因素影响，我们认为体现出我国经济总体运行平稳。

去年四季度 GDP 增速达到 6.5%，经济已经进入过热状态，经济走势存在一定惯性，一季度供需两端均有较好表现。供给端，“就地过年”倡议下，流动人口返乡离岗的数量较往年锐减，企业春节之后复工复产也更加顺利，企业积极调增一季度生产计划，1-2 月工业增加值保持强劲，虽然 3 月略低于预期，但一季度总体同比增长 24.5%，环比增长 2.01%，两年平均增长 6.8%。需求端，净出口继续保持强劲，一季度贸易顺差 7593 亿元，对 GDP 有较强支撑；消费方面，冬季节疫情小规模复发叠加“就地过年”因素，宅经济和必需品保持高增，高社交属性修复比较乏力，但 3 月有明显缓解，一季度，社会消费品零售总额同比增长 33.9%，环比增长 1.86%，两年平均增长 4.2%；投资端保持韧性，尤其是地产和基建领域，一季度房地产开发投资同比增长 25.6%，两年平均增长 7.6%，基础设施投资同比增长 29.7%，两年平均增长 2.3%，而制造业投资同比增长 29.8%，两年平均下降 2.0%，仍为负值，但 3 月当月同比增速，基建与制造业均强于地产，未来数据回落不必过度担忧。

图 1：2021 年二、三、四季度 GDP 增速预测值（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

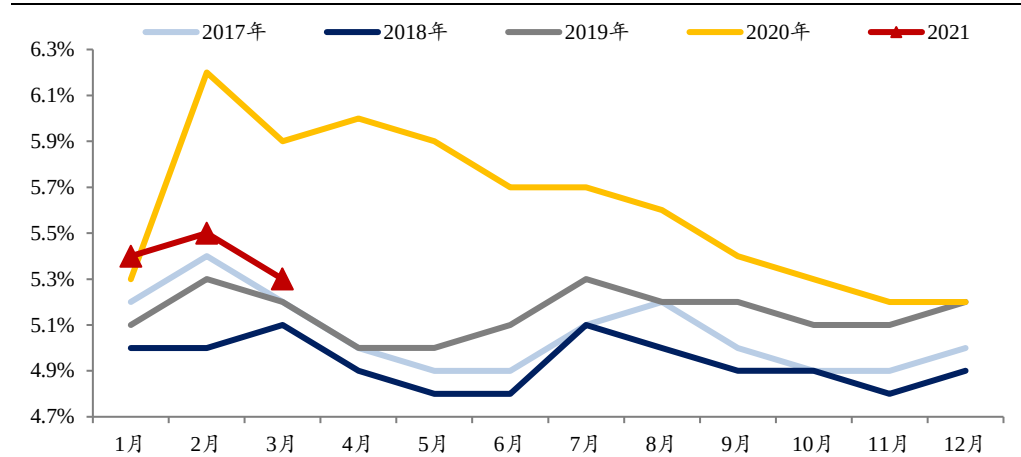
对于 2021 年全年，我们认为 GDP 的节奏较结构更重要，维持此前对二至四季度 8.1%、6%、4.8% GDP 增速的判断，全年由此前预测值 8.9%下调至 8.7%。前三个季度 GDP 当季同比增速均在目标值上方，对政策的扰动较小，但四季度随着经济增速回落甚至跌破全年目标值，就业也可能受到明显拖累，可能触发政策宽松，货币政策首要目标将再次切换为保就业和稳增长，基调转为稳健略宽松，表现为宽货币、稳信用。我们认为这也是今年 GDP 增速 6%目标值的意义所在，虽然预计全年增速可达 8.7%，但四季度单季增速对政策扰动同样较大。宽货币、稳信用的货币政策具体表现为，短端流动性放松，

DR007 波动幅度收窄，波动中枢也将明显下移；信用端信贷、社融增速将有所趋稳。对于市场而言，这也是触利率债市场从慢牛向快牛切换的重要变量，股市也将受到明显利好，风格向成长切换。

2. 季节影响趋弱，就业压力减缓

3 月全国调查失业率为 5.3%，较 2 月回落 0.2 个百分点，与我们的判断一致，就业压力有所减缓。3 月份城镇累计新增就业 149 万人，接近 2019 年 150 万人的同期水平，新增就业岗位创造能力显著提振。

图 2：城镇调查失业率下降 0.2 个百分点至 5.3%，就业压力有所减缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

调查失业率下行有以下几方面原因：其一，节后企业开工率迅速上升，工业产能利用率显著提振，农民工摩擦性失业问题显著改善；其二，疫苗接种有序推进，线下消费场景进一步放开，电影院、饭店、百货商店营业收入均大幅改善，与之对应的服务业用工需求也在改善；其三，CCFI 综合指数和港口吞吐量均维持高位，部分出口企业仍存在“招工难”情况，外贸企业就业仍有一定保障。

往前看，我们认为二季度就业情况有望持续向好。一方面，二季度是传统生产旺季，调查失业率往往呈现季节性回落的特征；另一方面，随着疫情防控的成功以及疫苗的逐步落地，餐饮、酒店、旅游、文体娱乐业等行业将逐步回归正常增长路径，服务业用工需求仍有较大改善空间，其吸纳就业的能力将进一步体现。

3. 工业景气高涨，需求、价格强支撑

一季度，规模以上工业增加值同比增长 24.5%，比 2019 年同期增长 14.0%，两年平均增长 6.8%，工业保持高景气。3 月份，工业增加值同比增长 14.1%，低于市场及我们预期。一季度同比高增主因在于去年同期的低基数影响、员工就地过年工作日有所增加以及当前经济本身的微过热特征，生产保持强劲，工业品价格向好、内外需求强劲。

3 月份工业生产仍保持较高景气，相较 2019 年同期总体表现更强。据国家能源局数据，今年 3 月全社会用电量同比增长 19.4%，其中第二产业用电量同比增长 21.2%，据我

们测算,与2019年同期相比,第二产业用电量也增长了23.1%,反映出工业生产的强劲。工业生产的强劲亦可从高频数据得到部分验证。3月高炉开工率、焦炉生产率、螺纹钢产量、PTA产量、汽车半钢胎开工率等数据较前年同期更为景气。

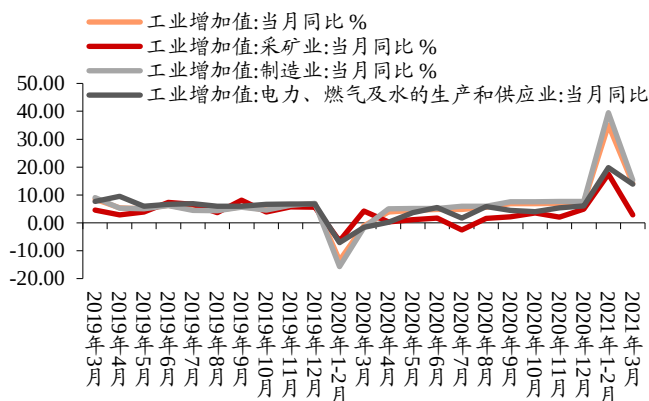
国内需求强劲使得工业生产向好可持续。第一,下游消费持续回暖,例如3月30大中城市商品房成交面积较去年及前年同期大幅提升,据中汽协数据,3月汽车产销环比分别增长63.9%和73.6%;第二,投资方面,制造业、地产、基建等投资保持稳步回升态势带动相关工业品需求,例如据中钢协数据,3月下旬,重点统计钢铁企业钢材库存量锐减,比上一旬减幅16%,据中国工程机械工业协会行业数据,3月各类挖掘机产品销量累计同比涨幅85.0%。

外需在3月仍有较强支撑,但未来随海外供给的修复,供需缺口弥合,支撑力度或会有所边际降低。今年3月,随着海外疫苗的使用,发达国家消费场景修复,消费带动欧美日等经济体需求侧快速回升,美欧日韩等经济体PMI数据持续改善。截至3月底,CCFI指数仍保持高位,反映海外需求强劲。但同时海外供给能力也在加快恢复,例如发达经济体及发展中经济体工业生产端数据改善,库存数据回升,出口修复,例如2月韩国、越南、印尼、俄罗斯、土耳其等国出口达到正增,美国、德国、英国的出口增速环比渐进回升。

今年一季度工业品价格持续上攻,有力提振生产信心,上游涨价顺利向下传导,中游价格全面开花。今年3月PPI大超市场预期,工业原料上涨明显,原油、黑金、有色、化工品等纷纷走强。工业品的价格上涨主因源于供需缺口,上游涨价顺利向下传导,中游价格全面上涨,计算机通讯电子设备、金属制品、造纸、橡胶等行业价格均有所提振,石化产业链价格显著上涨。同时,行政限产落地虽打压部分产能但提振钢材、铝材价格,也会激发符合条件的企业提高达产率。

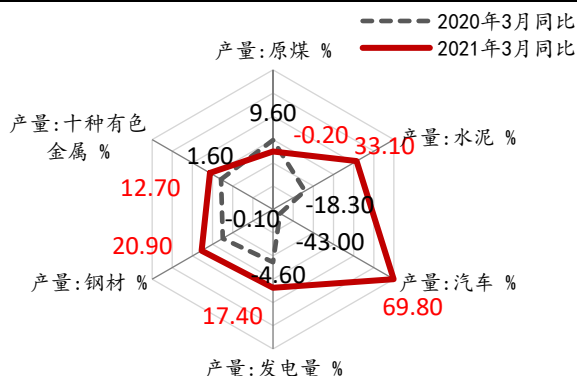
服务业持续回暖对相关产业链有促进作用。3月份,全国服务业生产指数同比增长25.3%,两年平均增长6.8%,稳定回归合理区间。从细分行业上看,交通运输、仓储和邮政业,房地产业,信息传输、软件和信息技术服务业表现强劲,与居民消费密切相关,受年初局部疫情影响较大的住宿、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数回升至景气区间,表现强劲的复苏态势。随着国内疫苗的普及和气温提升,服务业有望加快恢复。

图 3: 工业增加值主要门类: 3 月同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从分项数据上看，采矿业增加值增长 2.9%，制造业增长 15.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.9%，制造业表现强劲。我们主要关注的工业产品除原煤外均表现强劲：水泥（33.1%），原煤（-0.2%）、钢材（20.9%）、汽车（69.8%）、发电量（17.4%）、十种有色金属（12.7%）同比增速均大幅高于去年同期。另外，新能源汽车，工业机器人，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，集成电路同比增速均超过 60%，两年平均增速均超过 19%。

我们认为，4 月工业生产有望保持良好态势，但由于基数影响渐弱，以及部分支撑因素的利好强度可能边际放缓，读数将进一步回落。

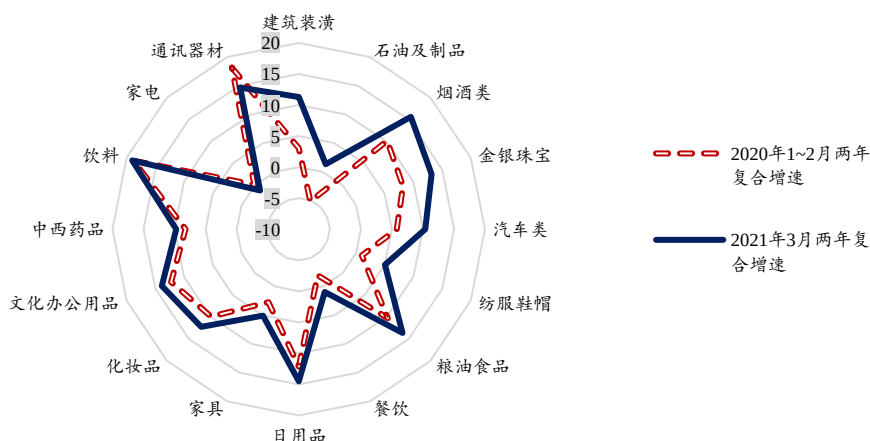
4. 消费显著修复，分化特征延续

3 月社会消费品零售总额名义同比+34.2%，两年复合同比增速 6.3%，较前值 3.2% 显著回升，并超出 2020 年四季度的社零增速 4.6%，伴随天气回暖、就地过年影响趋弱，消费再回快速修复通道。一方面，经济步入合理增长区间，居民消费信心和消费意愿拾级而上，收入的持续增长正逐渐体现到消费增长上来。另一方面，消费品和服务的供应正在逐渐丰富，百货店、专业店、专卖店等受疫情冲击较大的零售业态均出现高速增长，餐饮收入也已经回升到 2019 年同期水平之上。

春节已过，天气回暖，“就地过年”和疫情防控影响弱化，线下消费恢复速度加快。继春节档电影票房创历史新高之后，餐饮业也开始加速回暖。企查查数据显示，2021 年一季度新注册餐饮相关企业 62.6 万家，同比增长 113.3%；在支付宝“3 月开门红大促中”，全国有近 1200 万商家通过接入消费券和小程序等参加活动，商家规模超去年 10 倍，线下实体店营收实现大幅反弹，疫情负面影响逐渐趋弱。

3 月汽车消费表现良好，两年复合同比增速+10.4%，其中 3 月新能源乘用车销量达到 18.5 万辆，同比增长 240%，占乘用车销售量比重接近 10%，新能源车渗透率再创历史新高。不过，未来汽车“缺芯”的影响将逐渐体现，今年 1 月起，丰田、日产、通用等企业陆续因芯片短缺不得不调整全球范围内的生产，车型缺货、芯片涨价等因素或将对未来汽车消费造成一定负面影响。

图 5：社零全面修复，建筑装潢、石油制品、汽车等分项表现较好

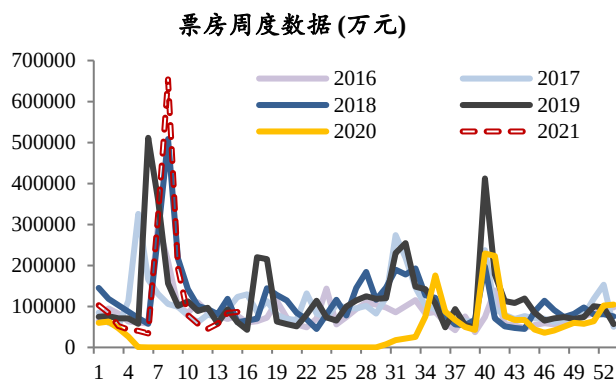


资料来源：Wind，浙商证券研究所

收入预期稳定，消费意愿回升，未来消费仍有较大修复空间。2020 年居民人均可支配收入名义值增长 4.7%，而社会零售品总额全年下降 3.9%，消费能力的增长超出了实际消费表现。随着经济步入稳态，就业状况保持稳定，居民消费意愿逐渐回暖，从 M0 增速回归常态可以看出居民持有预防性现金的需求有所下降。公开信息披露，海南离岛免税店春节 7 天销售额超 15 亿元，较新冠肺炎疫情发生之前的 2019 年春节假期实现翻番，其中免税销售额约 14 亿元，接待购物超过 20 万人次；2021 年春节档票房创历史新高，较 2019 年增长 34%，显示出居民巨大的消费潜力，消费仍处在修复通道当中。

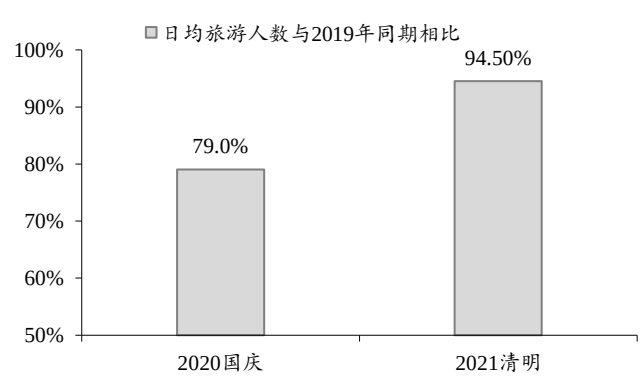
未来消费仍有较大复苏空间，二季度消费增速中枢有望继续抬升。城乡一体化调查数据显示，今年一季度全国居民人均可支配收入 9730 元，扣除价格因素，两年平均实际增长 4.5%，而消费支出两年平均实际增长 1.4%，收入增长尚未完全体现到消费中去。统计局披露，清明假期消费显著改善，国内旅游出游人数达到 1.02 亿人次，恢复到疫情前同期的 94.5%，清明假期三天电影总票房突破 8 亿，刷新了历史同期票房最高纪录；国税总局披露，今年清明假期全国零售业销售收入同比增长 17.8%，两年复合增速为 10.9%。从公开数据来看，五一假期期间的机票、酒店预订量已经超出 2019 年同期。

图 6：4 月票房数据开始回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：清明期间旅游人数显著增多

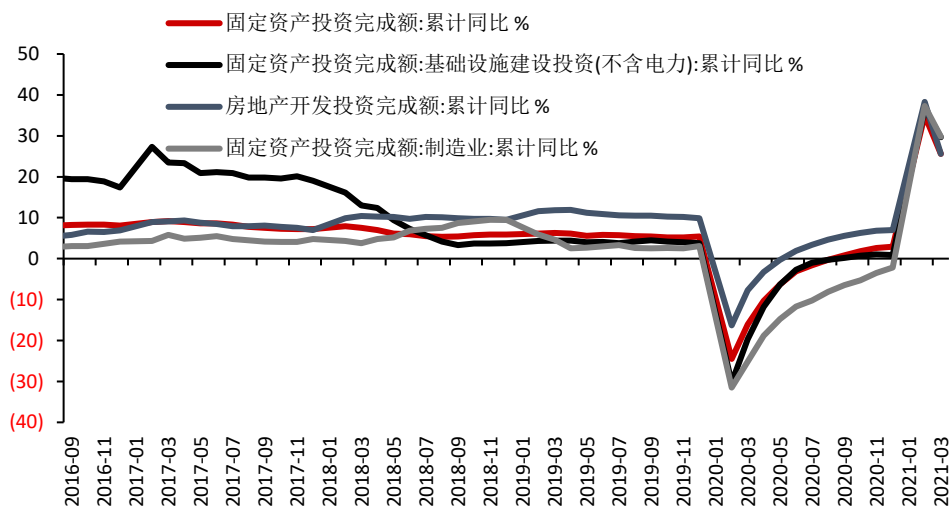


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5. 投资继续修复，地产、基建相对较强，制造业不必悲观

2021 年 1-3 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 25.6%，较前值回落 9.4 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 25.6%，较前值回落 12.7 个百分点；基础设施投资同比增长 29.7%，较前值回落 6.9 个百分点；制造业投资同比增长 29.8%，较前值回落 7.5 个百分点，均呈现稳步回落的状态。从与 2019 年相比的两年复合增速看，地产、基建、制造业投资两年平均增长 7.6%、2.3%和-2.0%，仍是地产最为强劲，制造业投资偏弱。但从 3 月当月同比增速看，制造业和基建投资分别为 25%和 25.3%，均高于地产投资的 15%，3 月制造业投资的环比增速高于历史同期，我们认为后续制造业投资增速走势仍将普遍强于以往季节性，对制造业投资数据不必悲观。

图 8：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.1. 制造业投资增速 3 月有强于季节性的表现

1-3 月制造业投资增速回落至 29.8%，较 1-2 月回落 7.5 个百分点，回落幅度不大，虽然两年复合增速仅为-2.0%，但 3 月当月同比增速 25% 处于较高水平，且 3 月相比 2 月的环比增速较历史同期更高，有强于季节性的表现。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等的资金面数据影响。我们认为工业品价格上行、企业利润的恢复、库存周期的开启将使得企业中长期资本开支意愿进一步提升，在信贷资金支持的情况下，有望对制造业投资提供较强的支撑，后续制造业投资增速下行仍将较为缓慢，对制造业投资数据不必悲观。其中，预计央行仍将通过 MPA 考核加大制造业融资考核权重，增强对制造业领域的资金支持，制造业企业融资可得性仍将较好。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-2 月高技术制造业投资同比增长 41.6%，两年平均增长 10.7%，其中，医疗仪器

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19038

